

摘要：

政策工具箱大就是好，中国上周翻着花样向市场显示自己在货币政策、财政政策以及汇率政策方面的工具组合。货币政策方面，随着中国继续慷慨地提供长期流动性，中国利率再次掉头下滑，但是这也对人民币带来新一轮贬值压力，从而触发了万众期待的人民币中间价逆周期因子。自从 8 月以来，中国密集式地推出各项行政手段，短短一个月内就已倾巢而出，而出了过去三年发展起来的主要行政工具。这是非常强劲的汇率维稳信号。

目前中国政府似乎想要实现一个高难度的平衡，那就是在保持流动性宽松的同时保持汇率稳定。笔者认为从长期来看，这个均衡是脆弱的。宽松货币政策和人民币的稳定目前处在跷跷板的两端，要想保持这个平衡难度很大，未来某个时间点，中国或许还是要放弃其中一段。鉴于中国已经明确亮了底线，人民币未来展望除了取决于美元之外，也将取决于中国经济基本面。如果中国经济下滑超预期，那对宽松货币政策的预期或许会再次打破这个平衡，使得人民币重新面临贬值压力。反之，我们认为人民币今年不会破 7。

除了货币政策之外，财政政策回归舞台中央，中国政府正从需求和供给两方面加快对地方政府融资的支持。由于货币宽松空间已经有限，未来财政政策将扮演更重要的角色。

香港方面，金管局再度出手购入 17.66 亿港元，导致银行业总结余下跌至 910 亿港元。在没有大型 IPO 的情况下，短端流动性料保持充裕。因此，我们预期未来一个月内美元兑港元将间歇地上试 7.85 的水平。另外，9 月份美联储大概率加息。这可能推升港美息差扩大的预期，从而为套利交易提供更多诱因。在此情况下，金管局料需继续出手捍卫联汇制度。不过，香港稳健的经济基本面或有助减轻资本外流的风险。而银行业总结余进一步减少，叠加季结因素，亦可能令沽空港元的投资者渐趋谨慎。整体而言，我们预计港元拆息只会缓慢上升，直至 9 月底，一个月港元拆息可能达到 1.8%，而银行业总结余则可能维持在 500 亿港元以上水平。除非外部不确定性如贸易战升级及新兴市场震荡导致加剧香港市场的资金外流，否则 9 月银行业上调最优贷款利率的机会仍较 12 月低。其他方面，上周反映二手楼价的中原城市领先指数 CCL 下滑至一个月新低。我们预计楼市将逐渐降温，主要原因有以下几个。首先，各大银行已上调按揭贷款利率，并可能于年内上调最优贷款利率。其次，中美贸易战及中国经济增速下滑，正为香港经济前景蒙上阴影，且可能拖累工资增长。第三，股市回调，削弱了财富效应。最后，政府于 6 月份公布的楼市措施，正逐渐转移部分楼市需求至公营房屋市场。整体而言，我们预期今年下半年楼价将回落 5%，而明年则将进一步下跌 5%-8%。**澳门方面**，二季度 GDP 连续第八个季度录得同比增长，但增速下滑至 2016 年三季度以来最慢 6%。下半年，在几项利空因素包括贸易战、强澳门币、亚洲经济前景转弱、利率上升，以及股市走熊的影响下，我们预计经济增速将进一步放缓。今年经济料扩张 5%-7%。

事件和市场热点

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 中美贸易战第二轮针对 160 亿美元商品的关税上周正式生效，将贸易战赌注提高到 500 亿美元。此外，商务部王副部长带队的美中贸易谈判上周也没有实质进展，与市场预期相仿。 	<ul style="list-style-type: none"> 随着 500 亿美元清单全部生效，市场的焦点将转移到正在听证的 2000 亿美元。如果美方惩罚性关税赌注提高到 2500 亿美元的话，那对实体经济的影响将显现。
<ul style="list-style-type: none"> 尽管中国在不同的场合包括上周的国务院常务会议以及新任央行副行长的文章中重申维持稳健货币政策不变，并且不会搞大水漫灌，但是央行对货币市场流动性的呵护依然积极。 	<ul style="list-style-type: none"> 上周央行继续通过 MLF 为货币市场注入长期流动性，上周五央行再次超预期地通过 MLF 投放 1490 亿元。这显示央行在月末前对流动性地呵护。央行的流动性操作也导致上周利率重新回落。其中隔夜回购利率以及 7 天回购利率分别下滑 21 和 13 个基点。宽松的流动性也对债券市场起到

	<p>了支撑，利率债和信用债的利率出现不同程度下滑。</p>
<ul style="list-style-type: none"> 中国国务院常务会议重申稳健货币政策，但是表示将致力于解决中小企业融资难问题。将重点发展中小企业高收益债券以及私募债券市场以及资产抵押证券市场等。 	<ul style="list-style-type: none"> 中国政府将进一步疏通货币政策传导机制，为实体经济服务。
<ul style="list-style-type: none"> 除了货币政策之外，财政政策回归舞台中央，中国政府正从需求和供给两方面加快对地方政府融资的支持。 	<ul style="list-style-type: none"> 供给侧，中国财政部要求地方政府加快发行地方政府专项债，并在 9 月底完成 1.35 万亿额度的至少 80% 发行。这将为基建投资提供支持。 需求方面，上周媒体报道中国正在考虑下调地方债的风险权重，由 20% 下调至 0。这有助于创建更多需求。由于货币宽松空间已经有限，未来财政政策将扮演更重要的角色。
<ul style="list-style-type: none"> 中国周五晚宣布重启人民币中间价逆周期因子。 	<ul style="list-style-type: none"> 根据交易中心的申明，8 月以来部分报价行已经使用了逆周期因子。这也解释了过去两周人民币中间价预测持续偏离。 自从 8 月 除以来，中国密集式地推出各项行政手段，短短一个月内就已经推出了过去三年发展起来的主要行政工具。这是非常强劲的汇率维稳信号。
<ul style="list-style-type: none"> 美元兑港元于上周四多次触及 7.85 的弱方兑换保证水平，最终驱使金管局再度出手购入 17.66 亿港元，从而导致银行业总结余由 926 亿港元下跌至 910 亿港元。 	<ul style="list-style-type: none"> 比起 8 月中金管局抽走的 167.9 亿港元流动性，上周总结余减少的幅度可谓十分轻微。因此，短端流动性维持充裕，并支持美元兑港元在贴近 7.85 的水平徘徊。而一个月港元拆息也仅由 8 月 17 日的 1.43% 小幅上升至 8 月 24 日的 1.45%。 展望未来，在没有大型 IPO 的情况下，短端流动性料保持充裕。因此，我们预期未来一个月内美元兑港元将间歇地上试 7.85 的水平。另外，9 月份美联储大概率加息。这可能推升港美息差扩大的预期，从而为套利交易提供更多诱因。在此情况下，金管局料需继续出手捍卫联汇制度。不过，香港稳健的经济基本面或有助减轻资本外流的风险。而银行业总结余进一步减少，叠加季结因素，亦可能令沽空港元的投资者渐趋谨慎。整体而言，我们预计港元拆息只会缓慢上升，直至 9 月底，一个月港元拆息可能达到 1.8%，而银行业总结余则可能维持在 500 亿港元以上水平。除非外部不确定性如贸易战升级及新兴市场震荡导致加剧香港市场的资金外流，否则 9 月银行业上调最优贷款利率的机会仍较 12 月低。
<ul style="list-style-type: none"> 广东省级推进粤港澳大湾区建设领导小组提出大湾区建设的五大重点领域，包括提升市场化水平、科技创新合作、扩大对外开放、增进民生福 	<ul style="list-style-type: none"> 第一，为了提升市场化水平，政府将出台港澳台及外资投资“负面清单”，并把企业创立所需时间缩短至 5 天。第二，在推进科技创新合作方面，大湾区将建设“广州——

<p>祉，以及推动重大合作平台建设。</p> <ul style="list-style-type: none"> 另外，香港政府宣布广深港高铁香港段将于 9 月 23 日正式通车。 	<p>深圳——香港——澳门” 科技创新走廊。目前，获资助的粤港联合创新项目已达 151 个。第三，就扩大对外开放，政府将大幅降低香港企业的准入门槛，以鼓励其在大湾区扩展业务。目前，进驻广州南沙、深圳前海，及珠海横琴这三大自贸区的港澳资企业分别达到 1700、8000 及 2800 家。第四，大湾区政府将致力于增进民生福利，包括予以港澳居民居住证，从而使他们在广东办理网上购票、酒店住宿及金融业务方面获得便利。另外，港澳居民在南沙、前海或横琴工作将豁免就业许可证。第五，政府将推动于大湾区重大合作平台建设，包括广州南沙资讯科技园、深港产学研基地、香港科技大学霍英东研究院、深圳虚拟大学园区、粤澳合作中医药科技产业园等。</p> <ul style="list-style-type: none"> 从粤港澳大湾区的发展计划，可见大湾区将成为香港、澳门及中国大陆深化合作的试验田。随着湾区的基建设施逐日改善（包括高铁的通车），以及跨境就业的障碍逐一消除，我们预期大湾区各大城市之间的合作将变得更加畅顺。而大湾区的建设和发展也将为中国进一步对外开放打下良好的根基。
--	---

主要经济数据

事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> 上周反映二手楼价的中原城市领先指数 CCL 下滑至一个月新低。近期，一手及二手市场皆出现买家挞订的情况。此外，部分卖家为出售物业，不惜减价 10%。另外，部分地产发展商把房屋项目的第二批出售价较第一批下调 10%。降价出售的现象随即蔓延至公营房屋二手市场。 	<ul style="list-style-type: none"> 过去几年，香港楼市炽热，背后主要因素包括以下四个，即借贷成本低、经济前景乐观、劳动力市场紧俏，以及股市畅旺衍生的财富效应。不过，这些因素开始逐渐消退。首先，各大银行已上调按揭贷款利率 10-20 个基点。中短期内，全球央行收紧流动性，加上贸易战的担忧情绪，将导致资金流出香港，从而促使本地贷款利率进一步上升。其次，中美贸易战及中国经济增速下滑，正为香港经济前景蒙上阴影，且可能拖累工资增长。第三，股市回调，削弱了财富效应。最后，政府于 6 月份公布的楼市措施，正逐渐转移部分楼市需求至公营房屋市场。整体而言，我们预期未来数月内，楼市的成交量将减少，而楼价的增速也将逐步放慢。不过，由于楼市存在长期供应不足的问题（今年上半年，房屋落成量及动工量分别按年下跌 30.2% 及 37.9%）或有助缓和楼价的下行压力。我们预期今年下半年楼价将回落 5%，而明年则将进一步下跌 5%-8%。
<ul style="list-style-type: none"> 澳门经济连续第八个季度录得同比增长，二季度经济按年扩张 6%，主要受惠于强劲的居民消费及外需。 	<ul style="list-style-type: none"> 在紧俏劳动力市场及温和工资增长的支撑下，私人消费录得 2014 年三季度以来最大同比升幅 5.3%。此外，外需强劲，带动货物出口按年大涨 29.9%。再者，博彩服务出口及其他旅游服务出口分别按年上升 13.7% 及 13.0%。这与旅

	<p>游业和博彩业二季度靓丽的表现相一致。尽管如此，二季度经济增速仍下滑至 2016 年三季度以来最慢，主要是因为大型娱乐项目及房屋项目陆续竣工，导致私人投资按年大幅减少 18.9%。展望下半年，我们预计经济增速将进一步放缓。其中三大下行风险值得关注。第一，由于未完工的大型项目所剩无几，再加上高基数效应作祟，私人投资资料保持低迷。第二，澳门币随着美元对其他货币走强，同时贸易战为亚洲经济前景蒙上阴影。在此情况下，我们预计澳门的货物和服务出口增速将逐渐下滑。第三，利率上升及股市回调可能打击商业及消费者信心。不过，强劲的基建投资（二季度政府固定资产投资按年大增 28.9%）或有助于减轻部分经济下行风险。此外，即将开通的港珠澳大桥，也可能为旅游业及博彩业带来一些支撑。整体而言，我们预计今年经济将扩张 5%-7%。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 澳门 7 月入境旅客总人数连续 6 个月录得同比升幅，按年增加 4%。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 其中，留宿旅客人数连续 3 年录得正增长。此外，2016 年 6 月至 2018 年 7 月留宿旅客占总入境旅客的比率平均达到 52.8%，高于 2008 年 1 月至 2016 年 5 月的平均值 47.2%。另外，7 月旅客平均逗留的时间保持在历史高位 1.3 日。这一系列数据反映过去数年多个新酒店项目开张及亚洲经济全方位复苏为澳门旅游业及酒店业带来了强劲的支撑。不过，值得注意的是，7 月来自香港、台湾、南韩及日本的旅客人数分别按年下跌 2.5%、1%、19.8%及 4.2%。在澳门币偏强及贸易战为亚洲经济前景蒙上阴影的情况下，旅游业的增长动力或有所减弱。尽管如此，未来基础设施进一步改善（包括港珠澳大桥开通）及更多新酒店陆续开幕，或有助减轻旅游业增长放慢的风险。整体而言，我们预期未来几个月内入境旅客人数将持续增长，惟增速可能放慢。而博彩业的中场收入也可能呈现相同的走势。

人民币	
事件	华侨银行观点
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 周五美元/人民币一度再次上探 6.90，不过在中国正式宣布启动逆周期因子之后，美元/人民币大幅回落至 6.80 附近，日间波动接近 1000 点。人民币指数也由周五亚洲时段 92.40 区间大幅反弹至 93 上方。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 上周中国继续在货币市场慷慨注入长期流动性使得人民币面临下行压力。而美元/人民币周五在中国操作 1 年期 MLF 后快速上升。 ▪ 目前中国政府似乎想要实现一个高难度的平衡，那就是在保持流动性宽松的同时保持汇率稳定。笔者认为从长期来看，这个均衡是脆弱的。宽松货币政策和人民币的稳定目前处在跷跷板的两端，要想保持这个平衡难度很大，未来某个时间点，中国或许还是要放弃其中一段。 ▪ 鉴于中国已经明确亮了底线，人民币未来展望除了取决于

	<p>美元之外，也将取决于中国经济基本面。如果中国经济下滑超预期，那对宽松货币政策的预期或许会再次打破这个平衡，使得人民币重新面临贬值压力。反之，我们认为人民币今年不会破 7。</p>
--	--

OCBC Greater China research**Tommy Xie**Xied@ocbc.com**Carie Li**Carierli@ocbcwh.com

This publication is solely for information purposes only and may not be published, circulated, reproduced or distributed in whole or in part to any other person without our prior written consent. This publication should not be construed as an offer or solicitation for the subscription, purchase or sale of the securities/instruments mentioned herein. Any forecast on the economy, stock market, bond market and economic trends of the markets provided is not necessarily indicative of the future or likely performance of the securities/instruments. Whilst the information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable and we have taken all reasonable care to ensure that the information contained in this publication is not untrue or misleading at the time of publication, we cannot guarantee and we make no representation as to its accuracy or completeness, and you should not act on it without first independently verifying its contents. The securities/instruments mentioned in this publication may not be suitable for investment by all investors. Any opinion or estimate contained in this report is subject to change without notice. We have not given any consideration to and we have not made any investigation of the investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient or any class of persons, and accordingly, no warranty whatsoever is given and no liability whatsoever is accepted for any loss arising whether directly or indirectly as a result of the recipient or any class of persons acting on such information or opinion or estimate. This publication may cover a wide range of topics and is not intended to be a comprehensive study or to provide any recommendation or advice on personal investing or financial planning. Accordingly, they should not be relied on or treated as a substitute for specific advice concerning individual situations. Please seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any investment product taking into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs before you make a commitment to purchase the investment product. OCBC and/or its related and affiliated corporations may at any time make markets in the securities/instruments mentioned in this publication and together with their respective directors and officers, may have or take positions in the securities/instruments mentioned in this publication and may be engaged in purchasing or selling the same for themselves or their clients, and may also perform or seek to perform broking and other investment or securities-related services for the corporations whose securities are mentioned in this publication as well as other parties generally.

This report is intended for your sole use and information. By accepting this report, you agree that you shall not share, communicate, distribute, deliver a copy of or otherwise disclose in any way all or any part of this report or any information contained herein (such report, part thereof and information, "Relevant Materials") to any person or entity (including, without limitation, any overseas office, affiliate, parent entity, subsidiary entity or related entity) (any such person or entity, a "Relevant Entity") in breach of any law, rule, regulation, guidance or similar. In particular, you agree not to share, communicate, distribute, deliver or otherwise disclose any Relevant Materials to any Relevant Entity that is subject to the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) ("MiFID") and the EU's Markets in Financial Instruments Regulation (600/2014) ("MiFIR") (together referred to as "MiFID II"), or any part thereof, as implemented in any jurisdiction. No member of the OCBC Group shall be liable or responsible for the compliance by you or any Relevant Entity with any law, rule, regulation, guidance or similar (including, without limitation, MiFID II, as implemented in any jurisdiction).

Co.Reg.no.:193200032W